

Oppkjøp av allmennaksjeselskap

-Hvilke interesser skal styret ivareta ved oppkjøpsforsøk

Studentnummer: 152755

Innleveringsfrist: 10. desember 2008-12-10

Antall ord: 9183

Innholdsfortegnelse

1	Innledning	3
1.1	Utgangspunkt	3
1.2	Problemstilling.....	3
1.3	Avgrensning	4
1.4	Oppbygning	5
1.5	Definisjoner	5
2	Hoveddel	5
2.1	Styret antar eller frykter eller antar oppkjøp vil finne sted.....	5
2.1.1	Styrets ulovfestede lojalitetsplikt.....	5
2.1.2	Generalklausulen § 6-28	8
2.1.3	Sammenligning av den ulovfestede lojalitetsplikt og generalklausulen	16
2.1.4	Inhabilitet	16
2.2	Styret er underrettet om at tilbud skal fremsettes	21
2.2.1	Begrenset virkeområde	22
2.2.2	Anvendelsesområde.....	22
2.2.3	Hvilke begrensninger har styret	24
2.2.4	”Kjøp eller salg av selskapets aksjer”	27
2.3	Internasjonal sammenligning	27
2.3.1	Business Judgement Rule	28
3	Litteraturliste	28

1 Innledning

1.1 Utgangspunkt

På 70- og 80- tallet var selskaper på Wall Street gjenstand for en rekke oppkjøp. En av historiens største oppkjøp var KKR's kjøp av RJR Nabisco i 1989. Fra hjemlige trakter har vi de kjente sakene om Lallys gjentatte forsøk¹ på å kjøpe opp Kosmos og Aker Maritimes kjøp av Kværner.

Oppkjøp av et aksjeselskap foregår ved at fysisk[e] eller juridisk[e] person[er] kjøper aksjene som er utstedt i selskapet. Aksjer er fritt omsettelige², jfr. aksjeloven § 4- 15 første ledd og allmennaksjeloven § 4-15 første ledd. Utgangspunktet er dermed at det er fritt frem for enhver å kjøpe aksjeselskaper.

Motivet for å foreta oppkjøp kan være at selskapet har underliggende verdier som ikke kommer til sin rett ved dagens eierskap. Et oppkjøp kan også føre til at selskapet restruktureres på en mer effektiv måte, typisk vil dette føre til lavere kostnader forbundet med arbeidskraft, med etterfølgende større avkastning.

Motiver for å hindre oppkjøp er aksjekursen ikke gjenspeiler selskapets verdi. Selskapet har en potensiell oppside som ikke er utforsket på det aktuelle tidspunkt. Arbeidsplasser kan forsvinne. Endelig kan andre personlige motiv være med i vurderingen hvilket tilsier at oppkjøp ikke er gunstig. Herunder styremedlemmers ønske om å beholde posisjoner.

1.2 Problemstilling

Aksjeselskaper styres i alminnelighet av eierne. I aksjeselskap vil dette være eierne av aksjene. Eierne styrer selskapet ved "generalforsamlingen". "Generalforsamlingen" har således den "øverste myndighet i selskapet", jfr. aksjeselskapsloven³ og allmennaksjeselskapsloven⁴ § 5-1 første ledd. På grunn av selskapenes størrelse, og ofte mange eiere vil det være vanskelig for eierne å forvalte selskapene gjennom generalforsamlingen. For å gjøre ledelse av selskapet lettere oppstiller asl. og asal. §6-12

¹ Saken endte med at I.M Skaugen kjøpte Kosmos.

² Finnes unntak for eksempelvis banker, hvor en bare kan kjøpe begrensede aksjeposter.

³ Lov om aksjeselskaper av 13. juni 1997 nr. 44, forkortet som asl.

⁴ Lov om allmennaksjeselskaper av 13. juni 1997 nr 45, forkortet asal.

første ledd at ”forvaltningen av selskapet hører under ”styret”. Styret velges av ”generalforsamlingen”⁵, jfr. § 6-3 første ledd.

Styremedlemmers meninger om hvorvidt det er positivt at selskapet blir kjøpt opp er ikke alltid samsvarende med aksjeeiernes oppfatning. Som nevnt forvalter styret selskapet, styret vil dermed ha anledning til å torpedere oppkjøpsforsøk på en effektiv måte.

Synspunktet på oppkjøpet blant aksjonærene vil sannsynligvis være ulikt må det dannes regler for situasjoner der selskapet er i ferd med å bli kjøpt opp. Oppkjøp av selskaper er et av de drastiske virkemidler en aksjonær må ta standpunkt til. Selv om det er styrets oppgave å forvalte selskapets interesser kan det ikke være slik at styret kan ødelegge ethvert oppkjøpsforsøk før aksjeeierne får anledning til å ta standpunkt til saken. Styret må dermed forholde seg til en del skranker som skal ivareta aksjeeiernes og selskapets interesser.

Problemstillingen blir hvilke interesser styret skal ivareta ved oppkjøpsforsøk.

1.3 Avgrensning

Oppgaven begrenses til å gjelde børsnoterte allmennaksjeselskaper. Aksjeloven og allmennaksjeloven er bygget opp på samme måte⁶, men aksjeselskaper er ”lukkede”⁷. Derav kan det i større grad være regler som begrenser retten til erverv av disse aksjene. Regler som vil kunne hindre oppkjøp med andre mekanismer enn de som er mulige i et allmennaksjeselskap.

Definisjonen på allmennaksjeselskap finner man i allmennaksjeloven § 1-1 annet ledd nummer 1-3: ”ethvert selskap” ”hvor ikke noen av deltakerne har personlig ansvar for selskapets forpliktelser, udelt eller for deler som til sammen utgjør selskapets samlede forpliktelser, og” (1) ”som i vedtektene er betegnet som allmennaksjeselskap, og” (2) ”som er registrert som allmennaksjeselskap i Foretaksregisteret”(3).

Oppgaven vil ta for seg situasjonen hvor et allmennaksjeselskap er i ferd med å bli kjøpt opp. Jeg vil differensiere mellom tilfeller hvor selskapet er underrettet om kjøpet og hvor det ikke er tilfellet. Styrets eventuelle ekstraordinære myndighet fra generalforsamling med tanke på oppkjøpssituasjoner vil det ikke gås nærmere inn på.

⁵ Ansatte kan også i enkelte tilfeller ha rett til å velge styremedlemmer, jfr. § 6-4.

⁶ Aarbakke M., Aarbakke, A., Knudsen G., Ofstad T. & Skåre J. (1999) Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentartutgave s. 26.

⁷ NOU 1996:3 side. 6.

Jeg vil ikke gi en uttømmende beskrivelse av styrets skranker ved oppkjøp, men gjøre rede for de som tilsynelatende er mest aktuelle.

1.4 Oppbygning

I første del av oppgaven vil jeg ta for meg generelle regler som gjelder når styremedlemmene antar eller frykter at selskapet vil bli kjøpt opp. Her vil reglene om styrets lojalitetsplikt og generalklausulens § 6-28 behandles. I tillegg vil jeg se på reglene om inhabilitet, da det kan tenkes at styremedlemmene har personlige interesser som strider mot selskapets interesser som vil farge deres beslutninger.

I andre del vil jeg ta for meg de situasjoner hvor selskapet ”er underrettet om at tilbud skal fremsettes”. Reglene vil være mer konkrete og strengere når selskapet faktisk er underrettet.

Avslutningsvis vil noen internasjonale synspunkter kommenteres kort.

1.5 Definisjoner

Oppkjøp defineres som det tilfellet hvor noen, juridiske eller faktiske personer, forsøker å kjøpe opp aksjer med hensikt i å overta selskapet i sin helhet.

Målselskap eller bare selskapet er det selskapet som er gjenstand for oppkjøp.

Oppkjøper er den eller de fysiske eller juridiske personer som forsøker å kjøpe opp målselskapet.

2 Hoveddel

2.1 Styret antar eller frykter eller antar oppkjøp vil finne sted

Det vil her bli redegjort om hvilke interesser styret plikter å ivareta før de er underrettet om at oppkjøp vil finne sted. Situasjonen vil typisk være hvor det går rykter, eller styret på generelt grunnlag frykter oppkjøp.

2.1.1 Styrets ulovfestede lojalitetsplikt

Styret velges av generalforsamlingen⁸, og ved store omveltninger i sammensetningen av generalforsamlingen, som er et resultat av kjøp og salg av aksjer, ser man også ofte at styremedlemmer byttes ut i samsvar med omveltningene. Bakgrunnen for styreutskiftning

⁸ Asal. §6-3 første ledd.

kan være at store aksjonærer styremedlemmer de stoler på, og som vil fremme deres interesser når de kjøper betydelige aksjeposter i aksjeselskap.

Forarbeidene⁹ imidlertid klart uttrykk for at styret har plikt til å handle i selskapets interesse:

”Styremedlemmene er tillitsvalgte som handler for sin oppdragsgiver, det vil si selskapet. En lojalitetsplikt for styremedlemmene kan utledes av den alminnelige regel om at styret som andre oppdragstakere skal ivareta oppdragsgiverens interesse under utførelses av oppdraget. En slik lojalitetsplikt er imidlertid ikke til hinder for at styret også må ivareta andre hensyn som gjør seg gjeldende i selskapet.”

Det gjøres her klart at styrets oppdragsgiver er selskapet og ikke evt. de aksjonærer som har valgt inn styremedlemmene. Resultatet er at styremedlemmene skal handle i selskapets interesse og ikke i hensikt å ivareta den spesifikke aksjonær.

2.1.1.1 Selskapets interesse

Det følger forutsetningsvis av asal. § 2-2 annet ledd at selskapets hovedinteresse er at selskapet skal oppnå økonomisk vinning: ”dersom selskapet ved sin virksomhet ikke skal ha til formål å skaffe aksjeeierne økonomisk utbytte”. Aksjelovgivningens formål er å sikre at samfunnets ressursers utnyttes optimalt¹⁰. I et ideelt marked vil maksimal vinning for selskapet bety at dette utnytter samfunnets ressurser på best mulig måte. Kravet må dermed bli at selskapets hovedinteresse er å sikre maksimal¹¹ vinning.

Med bakgrunn i selskapets hovedinteresse må det forutsettes at den alminnelige bakgrunn for å gå inn på eiersiden i et selskap er å få profitt på sin investering. Dermed vil selskapets og aksjonærenes interesse i alminnelighet være lik. Skal selskapet vike bort fra prinsippet om maksimal vinning må dette vedtektsfestes, jfr. asal. § 2-2 annet ledd.

Lojalitetsplikten vil også sikre at styret handler slik at ingen aksjonærer får urimelige fordeler i forhold til andre aksjonærer. Resultatet av at selskapet oppnår maksimal økonomisk vinning er at ingen aksjonærer i utgangspunktet vil kunne hevde seg diskriminert.

Disse to hensynene, vinningshensynet og hensynet til likebehandling av aksjonærene, vil danne den ytterste ramme for styrets beslutninger.

⁹ Ot.prp. nr. 23 (1996-1997), side 71.

¹⁰ Filip Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk (2005), side 105.

¹¹ Augdahl, Aksjeselskapet, 3. utgave, side 100.

2.1.1.2 Styret må ”også [...] ivareta andre hensyn som gjør seg gjeldende i selskapet”

Styret har også anledning til å ta andre hensyn: ”lojalitetsplikt[en] er imidlertid ikke til hinder for at styret også må ivareta andre hensyn som gjør seg gjeldende i selskapet.”.

I Ytternesdommen¹² uttaler Høyesterett enstemmig at ”Kreditorenes interesse i å ha selskapsformuen som dekningsobjekt, er også en selskapsinteresse”. Uttalelsen medfører at styret også må ta hensyn til kreditorenes interesse i selskapsformuen ved disposisjoner.

Forarbeidene og rettspraksis gir dermed uttrykk for at styret også må ta hensyn til andre parter enn selskapet.

Det er usikkert hvorvidt styret også må ta andre hensyn under selskapsinteressen. Imidlertid tyder uttalelsene i forarbeidene på at styret kan disponere i strid med vinningshensikten såfremt hensynene ”gjør seg gjeldende i selskapet”. Andre hensyn vil typisk være hensyn til arbeidstakere¹³, miljø og samfunn. Imidlertid kan ikke styret disponere fritt i forhold til ikke-inntektsgivende formål, med mindre dette vedtektsfestes. Skal selskapet ha utelukkende, eller meget sterk fokus på ikke-økonomiske hensyn må dette vedtektsfestes, jfr. § 2-2 annet ledd.

2.1.1.3 Lojalitetspliktens betydning i forbindelse med oppkjøp

Lojalitetsplikten medfører at styret er pliktig til å handle i selskapets interesse. Hovedsaklig oppnå maksimal økonomisk gevinst. Dette medfører at styrets handlinger for å unngå oppkjøp begrenses av at de ikke kan disponere til skade for selskapets inntjening.

Eksempelvis vil ikke styret ha mulighet til å legge ned deler av virksomheten som gjør at selskapet er en het oppkjøpskandidat såfremt dette ikke er basert på bedriftsøkonomiske hensyn.

Styret vil heller ikke ha mulighet til å selge deler av virksomheten til underpris for å gjøre selskapet mindre attraktivt. Her vil vinningshensikten, så vel som kreditorenes interesse være i fare for å bli krenket.

¹² Rt. 1993, side 1399.

¹³ Fremgår direkte av Innst. 1970, side 123.

2.1.2 Generalklausulen § 6-28

I tillegg til den ulovfestede lojalitetsplikten danner generalklausulen¹⁴ i asal. §6- 28 første ledd en ramme for styrets kompetanse: ”Styret... må ikke foreta noe som er egnet til å gi visse aksjeeiere eller andre en urimelig fordel på andre aksjeeieres eller selskapets bekostning”

Bestemmelsen fastsetter altså forbud mot at styret misbruker posisjonen sin til å gi enkelte aksjeeiere eller tredjemenn en fordel på aksjeeiers eller selskapets bekostning.

2.1.2.1 Vilkår for anvendelse

For at bestemmelsen skal komme til anvendelse må fire vilkår være oppfylt: (1) styret må foreta noe som er egnet til å gi (2) visse aksjeeiere eller andre (3) en urimelig fordel på (4) andre aksjeeieres eller selskapets bekostning.

2.1.2.1.1 Pliktsubjekt

Bestemmelsen kommer til anvendelse ved disposisjoner fra ”styret eller andre som etter §§6-30 til 6-32 representerer selskapet”. Jeg vil ikke gå inn på hvilken plikt ”andre som etter §§6-30 til 6-32 representerer selskapet” har i denne sammenheng.

Ordlyden taler for det er styrets plikt som samlet enhet som skal vurderes. Imidlertid kan ikke ordlyden tolkes så snevert. Bestemmelsens pliktsubjekt er styret ved det enkelte styremedlem¹⁵, så vel som styret når det fungerer som samlet enhet. Skulle bare styret som samlet enhet være pliktsubjekt ville dette stride på aksjelovens erstatningsregler i § 17-1. Bestemmelsen angir at ”selskapet kan kreve at styremedlemmer [...] erstatter tap”. Styremedlemmer kan være erstatningspliktige, men ikke styret som helhet.

2.1.2.1.2 Interessesubjektene

Det er bare disposisjoner som krenker ”aksjeeiere[]” eller ”selskapet[]” som kommer i betraktning. Enhver disposisjon som er urimelig for andre enn ”aksjeeier[ne]” eller ”selskapet[]” faller utenfor bestemmelsen. Tre kumulative inngangsvilkår¹⁶ må oppfylles for at er innenfor rammen av interessesubjekt. En må være (1)aksjeeier, (2) disposisjonen må berøre aksjeeierens egne interesser og (3) aksjeeieren kan ikke ha samtykket til disposisjonen.

2.1.2.1.2.1 ”Aksjeeiere []”

¹⁴ Håkon Sandbekk, Tidsskrift for forretningsjuss 2002-3 Misbruk av generalforsamlingens myndighet.

¹⁵ Truyen, Aksjonærenes myndighetsmisbruk, side 150.

¹⁶ Truyen. Jussens Venner side 311.

En må være "aksjeeier". Begrepet viser til enhver fysisk eller juridisk person som er registrert som eier av aksjer i selskapet. Antall aksjer vil ikke være av betydning. Dette samsvarer med prinsippet om at enhver aksjeeier skal behandles likt¹⁷. Begrepet må imidlertid tolkes videre enn hva ordlyden tilsier. Aksjer skifter hånd med forholdsvis høy frekvens, hvilket medfører at personer ikke nødvendigvis er aksjeeiere når det blir klart at styret har disponert på en slik måte at enkelte har fått en urimelig fordel på ens bekostning. Rt. 2001, side 1792 gjaldt et tilfelle hvor aksjeeiere som hadde fått nedskrevet verdien til null i generalforsamlingen gikk til søksmål med hjemmel i § 5-22. Annenvoterende, som flertallet i kjæremålsutvalget sluttet seg til, uttaler "Omgrepet aksjeeigar i aksjelova § 5-22 må såleis tolkast slik at det i visse høve også omfattar personar og føretak som på søksmålstidspunktet ikkje lenger er aksjeeigarar." Det avgjørende blir hvorvidt vedkommende eide aksjer på tidspunktet styret disponerte.

Aksjeeierens interesse er bare krenket hvis det er hans egen interesse det er snakk om. Krenkelse av andre aksjeeieres interesse er ikke relevant.

Endelig kan ikke den påstått krenkede aksjonær ha samtykket i disposisjonen. Typisk vil samtykke være basert på stemmegivning ved generalforsamlingen. Forutsetning må være at informasjon om potensiell urimelig forskjellsbehandling av egne interesser forelå på tidspunktet hvor samtykket ble gitt. Det følger av alminnelige avtalerettslige prinsipper at en ikke kan samtykke til noe en ikke visste om.

2.1.2.1.2.2 "Selskapet[]"

I tillegg til "aksjeeiere[]" er "selskapet[]" rettssubjekt. Ordlyden støtter ikke opp om en konkret tolkning av begrepet. Men det er klart at det er aksjeeieren interesse som også her skal ivaretas.

Som vist til under styrets ulovfestede lojalitetsplikt består selskapsinteressen i å oppnå maksimal vinning. Bestemmelsen viser dermed til at styre ikke kan disponere på en slik måte at selskapets maksimale vinning lider.

Under lojalitetsplikten ble det også vist til at enkelte tredjemannsinteresser vil falle inn under selskapsinteressen. Spørsmålet er hvorvidt tredjemannsinteresser også er vernet av asal. § 6-28. Kreditorer, arbeidstagere og samfunnsinteresser vil være de mest relevante

¹⁷ "Alle aksjer gir lik rett i selskapet", jfr. asal § 4-1 første ledd.

vurderingstema. Forarbeidene til verdipapirhandelsloven¹⁸ gir uttrykk for at asal. § 6-28 gir ”et visst vern” for kreditorer. Forarbeidene til vphl. fremstår imidlertid som etterfølgende lovgiverutsagt, slik har uttalelsene begrenset betydning. Det kan også stilles spørsmålstegn til hvorvidt det vil være aktuelt for kreditorer å ta i bruk asal. § 6-28 når kreditorene er vernet etter andre mer dekkende regler.

Det kan tenkes at det disponeres slik at aksjeeierne får en urimelig fordel på arbeidstagernes bekostning. Eksempelvis kutt i arbeidsstokken som medfører lavere produksjonskostnader. Dette er imidlertid innenfor hovedområdet til styret. Fremme selskapets interesser slik at selskapet får maksimal økonomisk vinning. Hvorvidt arbeidsstokken har blitt redusert på en urettmessig måte må vurderes i forhold til andre bestemmelser.

Endelig er spørsmålet hvorvidt samfunnsinteresser vernes. Samfunnshensyn, herunder hensyn til forbrukere, samfunn og miljø, har betydning for en rekke av et selskaps virksomhet. I forarbeidene gis det uttrykk for at det ikke hensiktsmessig å gi regler til å beskytte samfunnshensyn i asal. Uttalelsene gis i sammenheng med regler for fusjon, imidlertid må samme regler gjelde i forbindelse med med beskyttelse fra styrets disposisjoner. Styret må ha frie regler til å handle på vegne av selskapet innenfor de regler som allerede foreligger i relasjon til forbrukere og miljø. Effektiv styring av selskapet fordrer at styret har mulighet til å også ta upopulære avgjørelser. Disse hensyn vil dermed trolig falle utenfor.

2.1.2.1.2.3 Differensiering mellom ”aksjeeiere[]” og ”selskapet[]”

Krenkelse av selskapsinteressen vil berøre aksjeeierne i form av lavere verdi på selskapet og/eller lavere utbytte. Dette tyder på ”aksjeeiere[]” og ”selskapet[]” er samme interessesubjekt. Imidlertid er ikke likhetsprinsippet en del av selskapsinteressen. Det kan tenkes at styrets disposisjon ikke skadet selskapets økonomiske gevinst, men bød på en særfordeling i forhold til enkelte av aksjeeierne. Dette vil stride mot prinsippet om at samtlige aksjonærer skal behandles likt, og stride mot et av hovedhensynene bak generalklausulen, likhetsprinsippet.

¹⁸ Lov om verdipapirhandel av 29.06.2007, forkortet vphl.

Ved å differensiere de krenkede interesser har lovgiver ment å vise til to ulike prinsipper: likhetsprinsippet og vinningshensikten¹⁹. Det er tilstrekkelig at en av interessene er krenket, jfr. ”eller”.

2.1.2.1.3 Innholdet av styrets disposisjon

Styret må ikke ”foreta noe” viser til to faktorer, ”foreta” som går på formen av styrets handling og ”noe” som viser til innholdet. Etter normal ordtolkning viser noe til ethvert innhold. Tilsvarende gjelder for: ”å foreta”, enhver beslutningsform vil falle inn under bestemmelsen. Reglene om myndighetsmisbruk vil dermed være relevante for enhver disposisjon²⁰.

2.1.2.1.4 Krav til beslutningens virkninger

Bestemmelsen oppstiller tre vilkår ”egnet til å gi ” ”visse aksjeeiere eller andre” en ”urimelig fordel”.

2.1.2.1.4.1 ”Egnet til å gi”

Ordlyden gir uttrykk for at det bare må foreligge en potensiell mulighet for at ”visse aksjeeiere eller andre” får en ”urimelig fordel”. Det er tilstrekkelig at disposisjonen har en potensiell årsaksevne som fører til en urimelig fordel.

Bakgrunnen for at regelen ikke tar for seg faktisk årsakssammenheng er aksjeeiernes behov til å hindre disposisjoner som kan medføre krenkelse av vinningshensikten og likeprisnippet før en krenkelse har funnet sted. Når det først er disponert kan det være vanskelig å endre på beslutninger i allmennaksjeselskap. Det er også et retts teknisk hensyn inne i bildet, det vil være vanskelig å skaffe bevis for styret anså det som sikkert at vinningshensikten eller likeprinsippet ville bli krenket på tidspunktet for disposisjonen.

2.1.2.1.4.2 ”Visse aksjeeiere eller andre”

”Visse aksjeeiere eller andre” har liten selvstendig betydning, da bestemmelsen ikke avgrenser personer som er relevante i vurderingen. Enhver fysisk eller juridisk persons fordel vil være relevant. Imidlertid gjøres det klart at bestemmelsen ikke kommer til anvendelse hvis alle aksjeeierne får en fordel. Eksempelvis kan det tenkes at alle aksjeeierne får en fordel ved at det deles ut et stort utbytte for å hindre at selskapet overkapitaliseres.

¹⁹ Truyen, Jussens Venner, side 312.

²⁰ Aarbakke m.fl. side 546.

Differensieringen av "visse aksjeeiere" og "andre" viser til to ulike fordeler. Er det "andre" som har oppnådd en fordel, kan det ikke være brudd på likhetsprinsippet, men må være snakk om overføring av en formuesverdi som forhindrer optimal økonomisk vinning. Det ligger i ordet betydning, "visse" at det bare er noen av aksjeeierne som oppnår en fordel. "Visse aksjeeiere"²¹ vil dermed kunne bryte med likhetsprinsippet. Det er verdt å legge merke til at det er ingenting til hinder for at fordeler som bare gis til "visse aksjeeiere" også kan stride mot vinningshensikten.

På generelt grunnlag konstateres det at det vil være lettere å konstatere brudd på likhetsprinsippet.

2.1.2.1.4.3 "Urimelig fordel"

"Fordel" innebærer at det må skje en overføring av et gode. Ordlyden gir uttrykk for at det foreligger en skjevhet. Enkelte gis goder som andre grupperinger ikke får.

Enkelte disposisjoner kan medføre at enkelte aksjonærer får fordeler på bekostning av andre aksjonærer. Slike situasjoner vil være spesielt fremtredende i små finansmiljø, hvor personer kan sitte med aksjer i selskaper som legger ut kontrakt for anbud samtidig som de sitter med aksjer i selskaper som kjemper om kontrakten.

Forutsetningen er at det disposisjonen er egnet til å overføre et gode, jfr. "fordel". Det er tilstrekkelig at disposisjonen er egnet til å gi noen en fordel. Det er ikke et krav at enkelte får en fordel. Den metodiske oppbygning er nødvendig for å sikre at aksjonærer kan reagere før en fordel er oppnådd.

I forretningslivet kan en ikke komme bort ifra at enkelte får fordeler som følge av selskapers beslutninger. Det er derfor ikke tilstrekkelig at disposisjonen medfører at noen får en fordel, fordelene må være kvalifisert, jfr. "urimelig". "Urimelig" er et sterkt ord, jfr. forarbeidene. "Urimelig fordel" vil således vise til fordeler som er egnet til å krenke likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet.

"Urimelig" viser til en konkret rimelighets- og rettferdighetsvurdering. En konkret vurdering foretatt på fritt skjønn vil gi utilfredsstillende resultatet. Aksjonærene vil ikke ha mulighet til å vurdere sin posisjon, samtidig som styret vil kunne få begrenset handlefrihet, da deres handlingsrom ikke er tydelig avklart. (En skal imidlertid ikke se bort i fra at fritt skjønn også

²¹ Tryen ifm. §5-21 s 470 flg.

kan medføre et større handlingsrom for styret). Resultatet er at den urimelighets vurderinger må foretas på bakgrunn av spesifikke vilkår.

2.1.2.1.4.4 Urimelighetsvurderingen

Er beslutningen egnet til å krenke likhetsprinsippet og/eller vinningsformålet må en se om beslutningen avviker fra en konstruert idealnorm²². Resultatet er at en først må vurdere den beslutningens potensielle virkning opp mot idealnormen. Foreligger det motstrid, må det stilles spørsmål om motstriden skyldes legitime grunner.

2.1.2.1.4.4.1 Idealnormen

Idealnorm tyder i alminnelighet på at en søker et optimalt resultat. I ordets rette forstand vil et optimalt resultat for selskapet være den best mulige løsning. Imidlertid skal ikke idealnormen tolkes så strengt. Idealnormen må ta utgangspunkt i hvilket potensielt resultat to likeverdige parter ville kommet frem til.

Truyen viser til armlengdeprinsippet²³ som tar for seg hvilke vilkår disposisjonene ville blitt foretatt under i en transaksjon mellom parter uten interessefellesskap. Disposisjoner av slik karakter gir uttrykk balanserte forretningsavgjørelser. Balanserte forretningsavgjørelse fordrer at verken vinningshensikten eller likhetsprinsippet blir krenket.

Idealnormen må deretter vurderes som en valør. Er det fravik mellom idealnormens valør og det oppnådde resultat er det nødvendig å gå nærmere inn på fordelene som er gitt til "visse aksjeeiere eller andre".

2.1.2.1.4.4.2 Inngrepsterskel

Poenget med å konstruere en inngrepsterskel er å gi styret handlingsrom i utøvelsen av sine plikter. For å fremme vinningshensynet er det nødvendig at styret får fatte beslutninger på det grunnlag de mener gagnar selskapet mest. Er det misnøye med utøvelsen av styrearbeidet har aksjonærene mulighet til å erstatte styremedlemmene med andre representanter.

Styret består vanligvis av kvalifiserte styremedlemmer. Samtidig er oppbygningen av styrets posisjon avgjørende da hele intensjonen med styret at de skal fatte beslutninger, tatt på eget grunnlag, om hva som gagnar selskapet mest. Styret vil ikke ha mulighet til å utføre sitt arbeid effektivt uten et romslig handlingsrom.

²² Truyen, Jussens Venner, side 313.

²³ Truyen, Jussens Venner, side 313.

På generelt grunnlag er det derfor høy inngrepsterskel når det kommer til å gripe inn overfor styremedlemmenes beslutninger. Reglene tar ikke sikte på å ramme det udugelige, eller lite opplyste styremedlem. At styremedlemmer tar ikke-optimale beslutninger er en del av risikoen med selskapsrepresentasjon ved styremedlemmer.

Imidlertid må en differensiere inngrepsterskelen i forhold til hvilket områdes styrets beslutning er egnet til å krenke.

Vinningshensikten er et prisnipp som i alminnelighet berører flertallet så vel som mindretallet. I alminnelighet er det i alles interesse at styret disponerer på en slik måte at aksjonærene oppnår størst mulig vinning. På tross av dette kan det være situasjoner hvor styret disponerer på en slik måte at vinningen ikke blir høyest mulig. Eksempelvis ved å inngåelse av en ikke-optimal avtale. Styrets handlingsrom må imidlertid være betydelig større på dette området i forhold til på likhetsprinsippet. Styret har myndighet fra generalforsamlingen til å handle på selskapets vegne. At styret ikke treffer den potensielt beste beslutning er ikke betydende for at de krenker vinningshensikten. Det er snarere en del av det alminnelige bildet i næringslivet. Når det kommer til brudd på vinningshensikten må det derfor store avvik til. Det må foreligge en kvalifisert krenkelse av vinningshensikten før det blir aktuelt å gripe inn.

Ved vurderingen av likhetsprinsippet er det andre hensyn som er aktuelle. Styrets udugelighet vil ikke berøre likhetsprinsippet i samme grad som det kan gjøre med vinningshensikten. Foreligger forskjellsbehandling vil det være aktuelt å se nærmere på beslutningen

2.1.2.1.4.4.3 Kvalifisert avvik

Når det har blitt konstatert et kvalifisert avvik må en se nærmere på bakgrunnen for avviket. Alle sider av disposisjonen må vurderes. Hensynene må deretter vurderes opp mot hverandre. Er det brudd på likhetsprinsippet vil det være aktuelt å vurdere om vinningshensikten er tilstede i slik sterk grad at dette oppveier for forskjellsbehandlingen som har blitt foretatt.

Når det gjelder brudd på vinningshensikten må det motsatt vurderes opp om bakgrunnen for beslutningen er at styret ønsker å behandle alle aksjonærer likt. Resultatet må være at det blir foretatt en vekting, hvor tungveieende hensyn på den ene side kan veie opp for andre hensyn.

2.1.2.1.4.4.4 Legitim fravikelse av idealnormen

Idealnormen kan fravikes ved selskapets vedtekter. Styrets generalforsamling kan fastsette vedtekter som krenker både vinningsformålet og likhetsformålet. Vinningsformålet vil typisk krenkes ved vedtekter som tar sikte på å la selskapet støtte veldedige formål.

Likhetsprinsippet kan krenkes ved at bare aksjonærklasser mottar utbytte, eksempelvis bare A-aksjer.

2.1.2.1.4.4.5 Følge av brudd på bestemmelsen

Følgen av brudd på bestemmelsen vil kunne være erstatningsansvar i samsvar med vilkårene i asal. §17-1.

2.1.2.2 Eksempler på styrets virkemidler

2.1.2.2.1 Utsulting

Begrepet utsulting brukes tradisjonelt når et selskap innfører restriktiv utbyttepolitikk med et ønske om å presse aksjeminoriteter ut av selskapet²⁴. Tiltaket vil bare være effektivt hvis det er vennligsinnede aksjonærer som er klar til å plukke opp aksjene som selges.

Fremgangsmåten kan imidlertid stride mot vinningshensikten i og med selskapet kan bli overkapitalisert

2.1.2.2.2 Emisjon

Det mest effektive tiltaket for å forhindre et oppkjøp vil i denne anledning være å foreta en rettet emisjon. Emisjon er kapitalforhøyelse ved nytegnning, jfr. § 10-1. Forhøyelse kan enten finne sted ved kontantinnskudd eller ved sletting av gjeld²⁵.

En rettet emisjon medfører at bare bestemte individer eller aksjonærgrupper gis anledning til å delta i emisjonen. På denne måten kan styret sikre at støttespillere får større makt.

Den vanligste problemstillingene i forbindelse med emisjoner vil rette seg mot generalforsamlingen, da det er denne som må fatte beslutning om emisjon, eller om styret skal tildeles fullmakt til å utstede emisjon. Ved spørsmål av denne art vil dermed misbruksregelen i § 5-21 være rette hjemmel. Jeg vil ikke gå nærmere inn på spørsmålene som er aktuelle i denne forbindelse.

Forhøyelse av aksjekapital er imidlertid betinget av at styret fremmer forslag om forhøyelse, jfr. § 10-3 (1). I tillegg kan styret foreta emisjonbeslutning etter fullmakt fra

²⁴ Ot.prp. nr. 19 (1974-1975) s 188-189 hvor begrepet "utfrysning" nevnes.

²⁵ Andenæs, Mads Henry (1998). Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper – 2. opplag. Oslo, s 387.

generalforsamlingen, jfr. § 10-14. Begge tilfeller vil rammes av ”foreta noe” i § 6-28 slik at bestemmelsen vil kunne komme til anvendelse.

Grensen for styrets plikt til å ikke handle i strid med likhetsprinsippet og vinningshensikten vil være ulik for de to tilfellene. Det skal mer til for at styret, ved å bare komme med et forslag, sies å krenke et av prinsippene enn at styret faktisk foretar den krenkende disposisjon ved å bestemme emisjon. Dette støttes av at innholdet i styrets forslag ikke er bindende for generalforsamlingen²⁶.

Utgangspunktet er at aksjeeierne har fortrinnsrett til de nye aksjene i samme forhold som de fra før eier aksjer i selskapet, jfr. § 10-4(1). Såfremt det ikke foreligger en legitim forskjellsbehandling vil det raskt være snakk om krenkelse av likhetsprinsippet.

2.1.3 Sammenligning av den ulovfestede lojalitetsplikt og generalklausulen

Som det fremgår av punktene 2.1.1 og 2.12 verner reglene i stor grad de samme interessesubjekt mot samme type krenkelser. Reglene vil dermed kunne brukes ved siden av hverandre.

Det er imidlertid verdt å merke seg at generalklausulen bare kommer til anvendelse når det tale om ”fordel[er]”. På den annen side er generalklausulen mer rettet mot å beskytte likhetsprinsippet.

2.1.4 Inhabilitet

”Et styremedlem må ikke delta i behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål som har slik særlig betydning for egen del eller for noen nærstående at medlemmet må ansees for å ha fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken”, jfr. § 6-27.

Bakgrunnen for bestemmelsen er selve systemet med styreformen. Som vist ovenfor er styret nødvendig for å sikre effektiv drift av selskapet. Det forutsetter imidlertid at styret handler på vegne av selskapet og ikke bruker posisjonen sin til å fremme personlige interesser.

Bestemmelsen verner dermed langt på vei samme interesse som den ulovfestede lojalitetsplikten og generalklausulen.

Inhabilitetsreglene skal sikre at styremedlemmene ikke skal delta i behandlingen av spørsmål som har særlig betydning for dem. Skal saker som har særlig betydning for styremedlemmene behandles antas det de kan ”la seg motivere av andre hensyn”²⁷. Resultatet kan bli at de ikke handler i samsvar med selskapsinteressen.

²⁶ Aarbakke m.fl, s. 675.

²⁷ Ot.prp. nr. 19 (1974- 1975) side 108.

Virkningen av at styremedlemmer er inhabile er at de ikke får delta i behandlingen av spørsmålet de erklærtes inhabile på²⁸. Et varamedlem²⁹ vil i slike tilfeller tre inn i styremedlemmets plass og stemme etter eget skjønn. Utgangspunktet er at styret vil kunne fatte beslutninger når minst halvparten³⁰ av styrets medlemmer er tilstede³¹. Skulle alle medlemmene av et styre være inhabile vil et settestyre³² vurdere og avgjøre de aktuelle spørsmål. En slik prosess er følgelig tidkrevende og hindrer effektiv drift av selskapet.

Spesielt i små miljø³³ vil det være behov for at reglene om inhabilitet ikke er for strenge. Ingen er tjent med at dyktige styremedlemmer må melde seg ut av en rekke diskusjoner pga kryssende interesser. Hensynet til effektivitet vil dermed virke som en faktor mot hensynet til habilitet. I forlengelsen av dette argumentet uttaler forarbeidene³⁴ det ikke er ”gitt at avgjørelsen blir riktigere og bedre for det selskap han er styremedlem i, om han erklæres inhabil, og styrets avgjørelse må tas av personer som kanskje er mindre kyndige enn han selv og kanskje ikke har større interesser å vareta”.

2.1.4.1 Vilkår

Bestemmelsen angir tre kumulative vilkår som må oppfylles for at inhabilitet stadfestes. Styremedlemmet må ikke delta i (1) ”behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål” som har (2) ”særlig betydning for egen del eller for noen nærstående” slik at styremedlemmet må ansees å ha (3) ”fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser i saken”.

2.1.4.1.1 ”Behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål”

Styremedlemmer kan være innhabile ved ”spørsmål”. Ordlyden tyder på at det ikke er en begrensning i hvilken type saker styremedlemmer kan være inhabile i.

Regelen har sin bakgrunn fra nordisk samarbeid hvor den svensk og dansk lovgivning valgte å begrense habilitetsspørsmålet til å bare gjelder saker om avtaler eller søksmål.

Departementet³⁵ i Norge gikk klart imot denne løsning, da de anså det som aktuelt at også

²⁸ Rt. 1932, side 262.

²⁹ Asal § 6-24 tredje ledd, jfr. §6-3, første ledd.

³⁰ Det må være halvparten av antall medlemmer selskapets vedtekter bestemmer styret skal bestå av.

³¹ Asal. §6-24 første ledd.

³² NOU 1992: 29 side 155.

³³ Små miljø kan være land som sådan, eksempelvis Norge, Singapore eller Luxembourg. Også innen enkelte forretningsområder kan være en del av et lite miljø, eksempelvis treforedlingsindustri.

³⁴ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) side 107 Hvor Innstillingens side 120-121 siteres.

³⁵ Ot.prp.nr. 19 (1974-1975) side 107 Hvor Innstillingens side 120-121 siteres.

andre spørsmål vil kunne medføre inhabilitet. Det vil dermed ikke være en begrensning i innholdet av spørsmålet som skal avgjøres.

Regelen oppstiller krav om at styremedlem ikke kan delta i ”behandlingen eller avgjørelsen av spørsmål”. ”Avgjørelsen viser til den endelige beslutningsprosessen. Imidlertid nektes styremedlemmet også å delta i ”behandlingen [...] av spørsmål”. Dette medfører at, såfremt de andre vilkår er oppfylt, styremedlemmet vil være avskåret fra å delta i arbeidet som legges ned i vurderingen av ”spørsmålet”. Bakgrunnen for regelen er at styremedlemmet ikke skal ha anledning til å legge føringer i for den endelige beslutningen. Ordlyden gir ikke rom for å differensiere mellom behandling og avgjørelsen. Det skal dermed ikke mer til for å være avskåret fra behandling av spørsmål enn deltakelse i selve avgjørelsen. Er de andre vilkårene i bestemmelsen oppfylt kan ikke styremedlemmet delta i behandlingen av saken.

2.1.4.1.2 ”Særlig betydning for egen del eller for noen nærstående”

”Særlig betydning for egen del” viser til at styremedlemmet må ha en kvalifisert interesse i saken. Saken som avgjøres må være viktig for vedkommende og kan dermed ikke være av bagatellmessig art³⁶.

Spørsmålet kan vedgå styremedlemmet personlig, jfr. ”egen del”. I tillegg til styremedlemmets egeninteresse, vil også spørsmål som har ”særlig betydning” for hans ”nærstående”³⁷ kunne rammes av inhabilitetsreglene. Det er imidlertid fremdeles avgjørende hvorvidt styremedlemmet selv har en fremtredende personlig eller økonomisk særinteresse³⁸.

Hvem som regnes som nærstående listes opp i § 1-5 første ledd. Bestemmelsen er uttømmende. Punkt 1-4 listes opp hvem av slektningene som kan være nærstående. Tanken er at de aktuelle slektningene har et så nært forhold til styremedlemmet at deres særinteresser kan være aktuelle i forbindelse med styremedlemmet personlige eller økonomiske interesser.

I tillegg vil også selskap kunne være ”nærstående, jfr. § 1-5 nr. 5. Bestemmelsen retter seg mot de tilfeller styremedlemmet eller noen av hans nærstående har ”bestemmende innflytelse over et annet selskap”, jfr. § 1-2 annet ledd. Har en bestemmende innflytelse vil en vanligvis også ha tilsvarende interesser i selskapet som om det var snakk om hans egne private midler.

³⁶ Motsatt TFF 2002-4 Styremedlemmers inhabilitet av Henrik Renner Fredriksen, side 585. Fredriksen mener begrepet viser til at styremedlemmets interesse i saken ”ikke [kan] deles med en større gruppe personer”. Ordlyden strider imot en slik tolkning. Fredriksens argument er mer naturlig å føre inn under begrepet ”særinteresse”

³⁷ Nærstående regnes de som listes opp i § 1-5 (1). Bestemmelsen regnes for å være uttømmende.

³⁸ Aarbakke m.fl. side 539 flg.

Det er verdt å merke seg at nære forhold til venner og andre familiemedlemmer ikke rammes av bestemmelsen. Styremedlemmets forhold til andre personer er allikevel ikke uten

2.1.4.1.3 "Fremtredende personlige eller økonomiske særinteresser"

"Økonomiske []interesser" viser til enhver virkning av økonomisk art. Det vil ikke skilles mellom om saken kan medføre tap, stillstand eller gevinst for den økonomiske situasjonen til styremedlemmet.

"Personlige []interesser" er et langt videre begrep. Begrepet er ikke ment å begrense virkeområdet til bestemmelsen, men snarer å vise til at også ikke-økonomiske interesser kan være av betydning.

Det er ikke tilstrekkelig at medlemmet har interesser i saken, jfr. "særintersser".

"Særinteresse" indikerer at styremedlemmet må ha en spesiell interesse utover det vanlige. Interessen må være overordnet den interesse selskapet har³⁹, og den interesse han skulle ha som aksjonær⁴⁰.

Bestemmelsen rammer ikke tilfeller hvor styremedlemmet har samme interesse som en stor gruppe. Forutsetningen er at styremedlemmet har en helt spesifikk interesse som bare han, eller en mindre gruppe har⁴¹. Bakgrunnen er å begrense tilfellene av når inhabilitet slår til, slik at selskapet kan drives mest mulig effektivt uten bruk av varamedlemmer i styret. Det må kunne tenkes at styremedlemmet også kan være inhabil hvis spørsmålet rammer en stor gruppe. Vurderingen må her bli i hvor stor grad spørsmålet er egnet til å ramme styremedlemmet.

I tillegg til at det styremedlemmet må ha en særinteresse, må interessen være "fremtredende". Ordlyden gir uttrykk for at særinteressen må være av en viss styrke.

³⁹ Mads Henry Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, side 264, og Solem, side 476, hevder, med bakgrunn i lovens hensikt, at styremedlemmet må ha en interesse som er i konflikt med selskapets. Dette er nødvendigvis ikke alltid tilfelle. Poenget med bestemmelsen er at styremedlemmet ikke skal delta i behandlingen av saker hvor vedkommende har en særinteresse. Det kan eksempelvis være i styremedlemmets og selskapets interesse å bli kjøpt opp av styremedlemmet. At det ikke er konflikt i interesser betyr ikke at styremedlemmet skal delta i behandlingen. Utelukkelsen fra behandlingen må finne sted slik at det resterende styret, uten påvirkning, kan drøfte hvorvidt tilbudet er gunstig. Synet støttes i HR-2001-556 hvor det ble lagt til grunn at det er tilstrekkelig at interessen er "spesiell og av en slik styrke at den er egnet til å påvirke styremedlemmets standpunkt i saken".

⁴⁰ Aarbakke m.fl side 539.

⁴¹ HR-2001-556 "en interesse som ikke gjelder en større gruppe av organisasjoner eller personer". Kjæremålet gjaldt riktignok Stiftelseslov § 7, men bestemmelsen er tilsvarende asal. § 6-27.

Høyesterett⁴² tolker ordlyden slik at fremtredende ”særinteresse” foreligger når styremedlemmets interesse er ”egnet til å påvirke [hans/hennes] standpunkt i saken”. Høyesteretts bruk av ”egnet til” viser at det bare kreves at det er en potensiell mulighet for at interessen kan påvirke styremedlemmet. Standpunktet til Høyesterett støttes i teorien⁴³

Forarbeidene legger til grunn en snevrere tolkning når det er tale om ”ordinære forretningsavtaler”⁴⁴. Ved ordinære forretningsavtaler kreves det en sterk særinteresse. Dette skyldes at det skal mer til for å gripe inn i det alminnelige styrearbeidet.

2.1.4.2 Typetilfeller

Det finnes utallige muligheter hvor et styremedlem kan være inhabil. I det følgende vil jeg se på enkelte relevante situasjoner.

Det mest aktuelle tilfellet er hvor styremedlemmet er aksjonær i selskapet. Når en er aksjonær vil et oppkjøpsforsøk medføre at styremedlemmet har personlig økonomisk interesse i saken. Styremedlemmet er imidlertid ikke i en særposisjon som gjør at vedkommende ikke kan ta stilling til om selskapet skal treffe tiltak for å forhindre oppkjøp. Samtidig kunne dette medført en svært vanskelig regel, da styremedlemmer ofte sitter med aksjeposisjoner i det selskapet de er styremedlemmer i. Ingen vil være tjent med at et settestyre foretar viktige beslutninger av denne art.

Det innebærer stor prestisje å sitte i styre, og i enkelte styrer mottar en store honorar for sitt arbeid i styret. Styremedlemmer vil dermed kunne ha en egeninteresse i å hindre oppkjøp, da styremedlemmer ofte byttes ut ved store eierskifter. Selv om styremedlemmene har egeninteresse som kan være dominerende for hans motiv, vil inhabilitet medføre at det blir nærmest umulig å sette i verk tiltak for å forhindre oppkjøp.

Enkelte av styremedlemmene i større selskaper er valgt av de ansatte⁴⁵. Ved oppkjøp kan det være stor sannsynlighet for restrukturering av selskapet slik at ansatte må gå fra sine stillinger. Det vil dermed være nærliggende å anta at styremedlemmer som er valgt av de ansatte vil være motivert til å stemme for tiltak som hindrer oppkjøp. Imidlertid vil styremedlemmene som er valgt av de ansatte også ”ha plikt til å vareta selskapets interesser

⁴² HR-2001-556.

⁴³ Aarbakke m.fl side 539: ” ”må kunne konstateres en spesiell interesse av en slik styrke at den er egnet til å virke motiverende på hans standpunkt i saken”.

⁴⁴ Ot.prp nr. 19 (1974-1975) side 109.

⁴⁵ Asal. § 6-35 til § 6-40.

på like linje med de andre medlemmer av det samme organ”⁴⁶. Styremedlemmet må imidlertid ikke fratre før det vedkommende har ”en spesiell interesse som går ut over den interesse i selskapets anliggender som i sin alminnelighet følger av hans tilknytning til det”⁴⁷. Det skal meget til at for at en styrerepresentant som en følge av sin posisjon har en større interesse enn det som ”følger av hans tilknytning” til selskapet.

2.2 Styret er underrettet om at tilbud skal fremsettes

Verdipapirhandelsloven § 6-17 setter spesifikke skranker for styrets handlefrihet når det ”er underrettet om at tilbud skal fremsettes” jfr. vphl. § 6-17. Bestemmelsen svarer til vphl § 4-17⁴⁸ av 1997.

Begrunnelsen for begrensningene er ”at tiltak fra selskapets side som forsvar mot et oppkjøp, ikke nødvendigvis vil være i samsvar med aksjonærenes interesser.”⁴⁹. Aksjonærene kan nyte svært godt av et oppkjøp, da aksjonærene vanligvis tilbys høyere pris enn gjeldende aksjekurs for sine aksjer. I tillegg vil selskapet kunne lide som sådan av de tiltak styret eventuelt vil sette i verk for å forhindre oppkjøp. Eksempelvis kan det tenkes at aksjonærer har gått inn i selskapet med tanke på et spesifikt område selskapet har, selger selskapet unna denne delen for å forhindre oppkjøp vil nødvendigvis ikke aksjonæren være tjent med å fremdeles ha aksjer i selskapet.

Som vist ovenfor er styrets handlefrihet også begrenset før det er ”underrettet om at tilbud skal fremsettes”. Disse reglene vil fungere parallelt med reglene i § 6-17. Den særskilte regelen når selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes må skyldes at det er større mulighet for at styret er fristet til å foreta konkrete tiltak når det er en faktisk mulighet for overtakelse. Før styret blir klar over at bud skal fremsettes vil de nødig treffe beslutninger som kan skade selskapet.

I tillegg vil kravet om at selskapet er underrettet føre til en retts teknisk lettere regel. Vanligvis vil det kunne dokumenteres når selskapet ble underrettet, slik se når styret fikk innskrenket sin handlefrihet. I samme relasjon vil det være enklere å dokumentere at disposisjonen er

⁴⁶ Ot.prp.nr 7 (1971-1972) side 44.

⁴⁷ Ot.prp. nr. 22 (1964-1965) side 71.

⁴⁸ Lov om verdipapirhandel av 19. juni 1997.

⁴⁹ Ot. prp.nr. 29 (1996-1997) side 80-81.

foretatt for å forhindre overtakelse når underrettelse om bud er fremmet. Før bud vil styret begrunne sine disposisjoner med at de handlet til selskapets beste.

Endelig må det være opp til aksjonæren å bestemme hvorvidt han vil godta tilbudet.

Begrunnelsen for å kjøpe aksjer er vanligvis et ønske om å opp nå gevinst. Aksjonæren selv er nærmest til å vurdere om gevinsten⁵⁰ er tilfredsstillende.

Resultater er at når disposisjoner i samsvar med alternativ 1-4 i §6-17 blir foretatt i tilbudsperioden skal det mindre til å karakterisere disse som forsvarstiltak enn om de blir foretatt utenfor tilbudsperioden.

2.2.1 Begrenset virkeområde

”Denne paragraf gjelder ikke disposisjoner som er en del av selskapets normale løpende forretningsdrift eller tilfeller der generalforsamlingen har gitt styret [...] fullmakt til å treffe de aktuelle vedtak med sikte på oppkjøpssituasjoner”, jfr. § 6-17 siste ledd. Innskrenkningen skyldes at styret skal ha anledning til å fremme vinningshensikten selv om selskapet er utsatt for oppkjøpsforsøk.

Spørsmålet er hva som er ”selskapets normale løpende forretningsdrift”. Ordlyden gir bare begrenset veiledning. ”Normale løpende” viser til at det sannsynligvis er snakk om disposisjoner som blir foretatt jevnlig av selskapet. Slik vil ”normale” disposisjoner være ulike for hvert enkelt selskap. Bakgrunnen for bestemmelsen er at styret skal kunne drive effektivt og i samsvar med vinningshensikten, selv ved bud på selskapet. Selskapet skal ikke lide av at noen prøver å kjøpe det opp. Resultatet blir at selskapet har mulighet til også foreta disposisjoner som ikke blir foretatt jevnlig av selskapet. Situasjoner kan gjøre det nødvendig for selskapet å omstrukturere for å beholde sin posisjon i et svingende marked. Hvorvidt det er snakk om ”løpende forretningsdrift” må vurderes konkret fra sak til sak med utgangspunkt i det enkelte selskaps forutsetninger.

2.2.2 Anvendelsesområde

Forutsetningen for at bestemmelsen skal komme til anvendelse er at oppkjøper er pliktet til å fremsette oppkjøpstilbud i samsvar med reglene i § 6-1, § 6-2 annet ledd eller § 6-6, jfr. § 6-17 første ledd. Imidlertid vil bestemmelsen også kunne komme til anvendelse ved ”frivillige tilbud som innebærer at tilbudsplikt etter §6-1 inntreffer hvis tilbudet aksepteres av de som kan benytte det.”, jfr. § 6-19.

⁵⁰ Med fallende aksjekurser kan det også være tale om å minimere tapet.

§6-17 kommer til anvendelse når ”selskapet er underrettet om at tilbud skal fremsettes”.

Bestemmelsen stiller som krav at selskapet er underrettet om at ”tilbud skal fremsettes”.

Ordlyden indikerer at det ikke er nødvendig at et tilbud faktisk foreligger. Selskapet må bare være underrettet om at det faktisk skal komme et tilbud i fremtiden. Det må imidlertid inntolkes en begrensning i tidsrommet, det kan ikke være slik at styrets handlingsrom skal være begrenset i lang fremtid. Hvor langt tidsintervall som godtas fra selskapet underrettes til når det fremsettes tilbud må vurderes konkret i hver sak.

Underrettelsen skal skje til ”selskapet”. ”Selskapet” vil i første rekke være selskapet som sådan ved hovedkontorets forretningsadresse. Det må forventes at selskapet har rutiner som tilsier at henvendelser av denne art mer eller mindre umiddelbart berettes til styret. Hensynet bak bestemmelsen er at styret ikke skal foreta disposisjoner som ikke er i samsvar med aksjonærenes interesser⁵¹. Underrettelse til styret, ved enkeltpersoner eller samlet styre, må følgelig også være tilstrekkelig.

Spørsmålet er hvorvidt underrettelse til andre i selskapet er tilstrekkelig. Da det er styrets handlefrihet som begrenses må styret være klar over at tilbud skal fremsettes.

Problemstillingen blir om det er naturlig at den underrettede, i lys av vedkommendes stilling, viderebringer informasjonen til styret. Vanligvis vil de fleste direktører⁵² være i en slik posisjon. Tilsvarende kan gjelde ved høyerestående fagforeningsansatte. Endelig kan også enkeltaksjonærer med betydelige aksjeposter være i denne gruppe. Andre personer kan også komme i en slik posisjon, disse tilfellene må vurderes konkret.

Bestemmelsen kommer til anvendelse når selskapet ”er” underrettet. Ordlyden taler for at selskapet må ha fått positiv kunnskap gjennom de nevnte kanaler om at tilbud skal fremsettes. Regelen begrenser styrets handlefrihet, med de ulemper det medfører, og bakgrunnen for kravet om positiv kunnskap må bunne i ønske om å ikke begrense styrets handlefrihet ved rykter. Rykter om oppkjøp forekommer jevnlig på alle verdens børser. En begrenset handlefrihet under slike rykter ville torpedert effektiv drift og skadet selskapets muligheter til å oppnå vinning.

Det kan også stilles spørsmål til på hvilket tidspunkt selskapet ”er” underrettet. Enhver direkte meddelelse til nevnte personer vil være tidspunkt for når selskapet ”er” underrettet.

⁵¹ Jfr. Note 15.

⁵² Direktør viser til den øverste rekken av direktører i et selskap.

Det må være opp til selskapet å underrette styret så raskt som mulig. I tilfeller hvor underrettelsen skjer ved kommunikasjonsmidler som postgang, vil tidspunktet for når selskapet ”er” underrettet følge vanlige avtalerettslige regler. Etter avtaleloven⁵³ § 2 første ledd må underrettelsen ha ”kommet frem til ham”. Begrunnelsen for å ikke kreve positiv kunnskap er for å forhindre at selskapet velger å ikke orientere seg om de meldinger de får om tilbud.

Loven angir ikke et spesifikt formkrav på oppkjøpstilbudet, jfr. ”underrettet”. Underrettelsen kan dermed være skriftlig så vel som muntlig. Det bemerkes at skriftlige underrettelser er mest hensiktsmessige, sett i henhold til eventuelle etterfølgende krav om bevis.

§6-17 angir ikke hvem som skal underrette selskapet om at tilbud skal fremsettes. At loven er åpen på dette punkt kan tyde på at enhver meddelelse kan medføre begrenset handlefrihet for styret. Lovgiverne har neppe tenkt seg en slik løsning. Underrettelsen må komme fra kvalifiserte personer. Kvalifiserte personer vil følgelig være erverver, offentlige myndigheter, børsen og registrerte meglerforetak. Er det et selskap som er erverver vil tilsvarende regler gjelde for hvem som underretter og hvem som blir underrettet. Styret ved enkeltpersoner eller samlet, administrerende direktør, samt andre aktuelle direktører. Store aksjonærer kan også underrette i enkelte tilfeller. Solem⁵⁴ angir at man kanskje må innfortolke en plikt for styret til å overholde bestemmelsen for å avklare situasjonen i de tilfeller underrettelsen kommer fra andre enn de angitte grupper. Tanken er at det tar kort tid å avklare situasjonen. Løsningen virker fornuftig, imidlertid gir ikke ordlyden uttrykk for at styret skal foreta aktive handlinger. Kommer henvendelsen fra andre enn kvalifiserte personer vil de alminnelige regler om styrets begrensninger gjelde.

2.2.3 Hvilke begrensninger har styret

Loven lister opp fire alternativer som ikke tillates når styret er underrettet om at ”tilbud skal fremsettes”: ”utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter av selskapet eller av et datterselskap”, ”fusjon av selskapet eller datterselskap”, ” salg eller kjøp av vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper, eller andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten” eller ”kjøp eller salg av selskapets aksjer”, jfr. § 6-17.

⁵³ Lov om avtaler av 31. mai 1918

⁵⁴ Solem, Salg av kronjuveler

2.2.3.1 ”Utstedelse av aksjer eller andre finansielle instrumenter”

”Utstedelse av aksjer” viser i til utstedelse av nye aksjer for å forhøye kapitalen i selskapet, kalt emisjon. Styret vil dermed være forhindret til å foreta emisjoner for å eventuelt spe ut eierandelen til oppkjøperen. Samtidig hindres styret i å foreta rettede emisjoner⁵⁵ slik som å utstede nye aksjer hos vennligsinnede aksjonærer. Et virkemiddel som kunne vært svært effektivt for å hindre oppkjøper i å overta selskapet.⁵⁶

”Andre finansielle instrumenter” er et vidt begrep. Ordlyden gir ingen indikasjon på hva begrepet innbefatter. Forarbeidene gir heller ingen ytterlige veiledning. Sett i lys av bestemmelsen formål må begrepet vil de mest aktuelle instrumentene være obligasjoner og derivater.

2.2.3.2 ”Fusjon av selskapet eller datterselskap”

Alternativet gjelder sammenslåing av målselskapet eller et av målselskapets datterselskap med et annet selskap. Begrunnelsen for å slå sammen selskap på dette tidspunktet vil være å gjøre målselskapet mindre attraktivt, samtidig som det kan være betydelig mer kapitalkrevende å overta et større selskap. Det kan stilles spørsmål til hvor aktuelt virkemiddelet er, da fusjon krever stor innsats også en tredjemann. Helt utenkelig er det imidlertid ikke. Yahoo prøvde blant annet å fri til Google for å fusjonere deler av selskapene sammen når Microsoft la inn bud på Yahoo.

2.2.3.3 Salg av ”vesentlige virksomhetsområder i selskapet eller dets datterselskaper”

Salg av deler av selskapet har tradisjonelt sett vært et effektivt virkemiddel for å hindre oppkjøp.

”Virksomhetsområder” viser til at det må være snakk om salg av en av selskapets divisjoner⁵⁷. Enkeltstående salg vil ikke rammes. Utgangspunktet blir dermed at bestemmelsen bare rammer salg av store deler av virksomheten. Eksempelvis vil det normalt ikke være tilstrekkelig at Telenor selger Djuice for at bestemmelsen kommer til anvendelse, da Djuice

⁵⁵ Rettede emisjoner er når kapitalforhøyelsen skjer i ett annet fordelingsforhold enn hva den gjeldende aksjonærsituasjonen skulle tilsi.

⁵⁶ Ot.prp.nr.34 (2006-2007) side 394.

⁵⁷ Det er gitt ytterligere regler om begrensninger i styrets handlefrihet i en overtagelsessituasjon i børsloven § 5-15. Styret i et børsnotert allmennaksjeselskap som befinner seg i en overtagelsessituasjon, kan ikke foreta en rettet emisjon til en eller flere bestemt angitte personer eller foretak på grunnlag av en fullmakt fra generalforsamlingen etter reglene i allmennaksjeloven § 10-14, med mindre fullmakten går ut på dette.”

⁵⁷ Divisjoner viser til større sammenhengende deler av selskapet.

bare er en del av Telenors mobiltelefon tjeneste. Selges derimot hele mobiltelefon tjenesten til Telenor vil bestemmelsen kunne sette skranker for styret.

Bestemmelsen angir i tillegg at virksomhetsområdet må være ”vesentlig[]”. Bakgrunnen for innskrenkningen er at styret skal kunne utøve effektivt styrearbeid selv under et oppkjøpsforsøk. Styret skal ikke få innskrenket sin handlefrihet ved å avstå fra bagatellmessige salg. Et virksomhetsområde kan være gjenstand for kun en liten del av selskapets totale drift, i ekstreme tilfeller, uvesentlig for aksjeprisen.

Vesentlighetsvurderingen tar utgangspunkt i konkrete målbare faktorer som antall ansatte, omsetning, resultat og eiendeler. Imidlertid vil også ”know-how” være av betydning. Det avgjørende vil være hva slags selskap det er tale om. Eksempelvis vil et it-område kunne ha få antall ansatte, lav omsetning og resultat, samtidig som det besitter få eiendeler. It-avdelingen kan derimot representere en vesentlig del av selskapets verdier da det representerer stor potensiell vekst. Den potensielle veksten kan være avgjørende for selskapets verdi. Følgelig er da dette virksomhetsområdet av ”vesentlig”.

I tillegg vil ikke styret ha anledning til å foreta ”andre disposisjoner av vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten”. ”Andre disposisjoner” er et vidt uttrykk og vil kunne omfatte en hel rekke disposisjoner. Disposisjonene må være av ”vesentlig betydning for arten eller omfanget av virksomheten”. Ordlyden tyder på at det må dreie seg om disposisjoner som er i kjernen av selskapet, jfr. ”virksomheten”. Det er imidlertid begrenset hvor mye en skal legge i at lovgiver har brukt ”virksomheten” i stedet for selskapets virksomheter. Det avgjørende må være hvorvidt disposisjonen[e] gjelder sentrale salg av deler av virksomheten som kan være til skade for aksjonærene.

Endelig kan det reises spørsmål om flere salg av ikke- vesentlige virksomhetsområder eller andre disposisjoner av ikke-vesentlig betydning for virksomheten kan medføre krenkelse av bestemmelsen. Det kan tenkes at styret foretar en rekke småsalg, hvilket resulterer i at vesentlige deler av selskapet selges. Ordlyden går klart imot en slik tolkning. Vanligvis vil også salg av mindre deler av selskapet være en del av selskapets ordinære forretningsdrift og således ikke hindre styrets handlingsfrihet. En formålstolkning trekker i motsatt retning. Dette må således sannsynligvis bli resultatet. Så lenge flere salg fører til at selskapet avhender vesentlige virksomhetsområder eller områder som er vesentlige for virksomheten vil bestemmelsen komme til anvendelse.

2.2.4 ”Kjøp eller salg av selskapets aksjer”

Forarbeidene⁵⁸ gjør det klart at ved ”selskapets aksjer” er snakk om aksjer i eget selskap.

”Kjøp [...]av egne aksjer” vil medføre at aksjer gjøres utilgjengelige for oppkjøper. Samtidig vil kjøp medføre at aksjeprisen stiger⁵⁹, hvilket resulterer i større totalkostnad for oppkjøper. De som velger å selge aksjene tilbake til selskapet vil gjerne være dem som verdsetter aksjene lavest. Dermed fjernes de lavest prisede aksjene fra markedet.

”Salg av egne aksjer” kan føre til at det blir flere aksjer i omløp, slik at det blir vanskeligere for oppkjøperen å få kontroll over selskapet.

2.3 Internasjonal sammenligning

Med økende internasjonalisering og handel på tvers av landegrensene har det dannet seg et behov for likere regler innen selskapsretten. Ulike regler vil kunne medføre særfordeler med opprettelse av selskaper i enkelte stater, hvilket medfører at selskaper opprettes i stater der driften og selskapet som sådan ikke har tilknytning til staten. Like selskapsrettslige regler er bare en forutsetning for opprettelse av selskap på likt nivå, skatterettslige regler, miljøkrav og regler om arbeidsvilkår vil ha betydning for hvor det er gunstigst å opprette selskap.

I USA reguleres selskapsretten på delstatsnivå, selv om reglene i hovedsak er like, finnes det variasjoner. Disse vil ikke bli vektlagt i oppgaven. Det er verdt å bemerke seg at de fleste sakene som danner presedens er hentet fra Delaware eller New York. Innen selskapsretten er det fra disse delstatene en finner mest rettspraksis. Bakgrunnen er delvis liberal lovgivning og delvis at det foreligger mye rettspraksis i disse delstatene slik at situasjonen er forutsigbar for selskapene.

Utgangspunktet i angloamerikansk rett er at styrets har visse ”fiduciary duties”. Pliktene deles inn i ”duty of care” og ”duty of loyalty”. ”Duty of care” viser til styrets aktsomhetsplikt, herunder kontrollrutiner og kravet om å sette seg inn i styrets drift. ”Duty of loyalty” viser til styrets lojalitetsplikt. Det vil være ”duty of loyalty” som har størst betydning i denne anledning.

⁵⁸ Ot.prp. nr. 29 (1996-1997) side 81: ”I likhet med Oslo Børs mener departementet at begrensningene i selskapets handlefrihet også bør omfatte selskapets salg av egne aksjer.”

⁵⁹ Bagwell, L. (1991): Share repurchase and takeover deterrence. RAND Journal of Economics, 22, side 72-88.

2.3.1 Business Judgement Rule

Business Judgement Rule⁶⁰ er den sentrale reglen i amerikansk rett når det kommer til styremedlemmenes handlinger foretatt på vegne av selskapet. Regelen tar samlet for seg ”duty of care” og ”duty of loyalty” og ble først⁶¹ stadfestet i Louisiana Supreme Court i Percy v. Millaudon⁶²

Innholdet i regelen er at styret skal handle i “good faith”, “with the care that an ordinarily prudent person in a like position would exercise under similar circumstances” og “in a manner the directors reasonably believe to be in the best interest of the corporation”.

Det stilles altså opp tre vilkår: styremedlemmet må handle i (1) god tro på (2) en slik måte bonus pater familias ville handlet i samme situasjon, og (3) slik styremedlemmet tror er til det beste for selskapet.

Regelen må sies å ha likheter med den norske ulovfestede regelen om styrets lojalitetsplikt og bakgrunnen for den lovfestede reglen om inhabilitet. Styret skal handle i selskapets beste interesse, og ikke ta hensyn til egne anliggende i styrerommet.

3 Litteraturliste

Aarbakke M., Aarbakke, A., Knudsen G., Ofstad T. & Skåre J. (1999) Aksjeloven og allmennaksjeloven Kommentarutgave

Andenæs, (1992) Aksjeselskapsrett 2. utgave

Andenæs, (1998) Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper

Augdahl, (1959) Aksjeselskapet, 3. utgave

Truyen F, (2005) Aksjonærenes myndighetsmisbruk

Truyen F, Myndigetsmisbruk i aksje- og allmennaksjeselskaper, Jussens Venner, Nr.05-06 2004

Renner- Fredriksen H, Styremedlemmers inhabilitet, TFF nr. 4, 2002

⁶⁰ Stephen Kenyon-Slade (2004) Mergers and Takeovers in the US and UK, side 213.

⁶¹ Block, Barton, and Radin (1998) The Business Judgment Rule.

⁶² Percy v. Millaudon, 8Mart. 68, 78.

Lund F, Styremedlemmers uavhengighet: Allmennaksjelovens krav til styremedlemmers uavhengighet i lys av prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse, TFF nr. 4, 2004

Bugge A, Forsvarstiltak mot fiendtlige oppkjøp, TFF nr. 4, 2001

Solem E, Salg av "kronjuveler", TFF nr. 4, 2001

Sandbekk H, Tidsskrift for forretningsjuss 2002-3 Misbruk av generalforsamlingens myndighet.

Bagwell, L. (1991): Share repurchase and takeover deterrence. RAND Journal of Economics

Stephen Kenyon-Slade (2004) Mergers and Takeovers in the US and UK